

日期：2009 年 10 月 19 日



首席宏观分析师 胡月晓  
021-53519888-1917  
huyuexiao@sigchina.com

报告编号：HYX09-HGSJ21

相关报告：

# 今年出口何以没有“土豆效应”？

## ■ 主要观点：

### 中国出口的“土豆效应”没有出现

2008 年底时，市场普遍认为中国 2009 年的出口虽会受到冲击，但应该仍能维持小量的正增长；导致市场在去年底和今年初，对出口形势估计乐观的重要原因，在于认为中国的出口产品结构依然比较“低级”，必需品份额占比大，即使西方需求受金融危机冲击下降，由于“土豆”效应，中国出口甚至有可能上升。但是，截止到 2009 年 9 月末，中国出口表现依然欠佳，即使 4 季度有良好表现，全年总体上的下降局面已成定局。某些专家所讲的中国出口“土豆效应”根本没有出现。

### 国际贸易融资提高了我国中小企业的出口能力

在贸易融资中，贸易货物被用作对融资机构（银行和公司）的抵押品，这样信用不足的企业因此也可提高信贷价值，增加获得资金的信贷能力。在我国的出口结构中，纺织、服装、鞋帽、玩具等劳动密集型产品占有很高比重，而这些劳动密集型产品的生产基本上是有中小企业组织生产。这些劳动密集型的中小企业的融资能力较差，传统的主体信用融资方式通常行不通，在经营活动中大多依靠贸易融资方式进行融资活动。在我国众多的出口型中小企业中，如果没有国际贸易融资的金融支持，其出口经营活动是根本无法开展的。国际贸易融资变动和我国出口之间存在着高度的相关性。

### 国际贸易融资状况影响我国出口复苏步伐

受金融危机的影响，2009 年全球贸易融资额大幅下降，我国也不例外。国际贸易融资的下降，极大地阻碍了我国出口复苏。国际贸易融资的下降，一方面导致国际贸易融资的利差扩大、融资成本上升，另一方面也使国际贸易融资更多的回归信用证等传统的国际贸易融资形式。对我国的广大中小型出口企业来说，出口附加值本来不高，融资成本上升压缩了本就不大的赢利空间；回归信用证等传统国际贸易融资模式，意味着获得国际贸易融资的门坎升高，按信用证操作规程许多中小企业根本无法获得贸易融资服务。

### 2010 年我国出口将稳步复苏

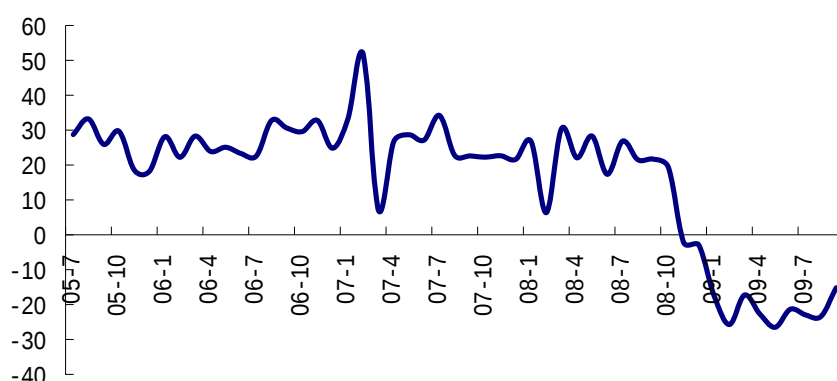
国际金融形势变化导致的国际贸易融资下降，成了制约我国 2009 年外贸发展的重要因素，压制了我国出口“土豆效应”的出现。在各国一致的应对措施下，2009 年 2 季度以来，国际金融市场逐步复苏，金融市场企稳意味着国际贸易融资领域的经营将逐步恢复正常，全球国际贸易融资将逐步回升，从而在金融领域制约出口的因素将逐渐消退，需求将重新成为影响国际贸易的主要因素。

## 一、中国出口的“土豆效应”没有出现

2008 年底时，市场普遍认为中国 2009 年的出口虽会受到冲击，但应该仍能维持小量的正增长；即使在 2009 年初，中国出口已经开始呈现下降局面时，市场仍然认为出口同比增速的大幅度下滑，只是去年基数较高的结果，全面中国外贸局面乐观形势仍然可期。导致市场在去年底和今年初，对出口形势估计乐观的重要原因，在于认为中国的出口产品结构依然比较“低级”，必需品份额占比大，即使西方需求受金融危机冲击下降，由于“土豆”效应，中国出口甚至有可能上升。

但是，截止到 2009 年 9 月末，中国出口表现依然欠佳，即使 4 季度有良好表现，全年总体上的下降局面已成定局。某些专家所讲的中国出口“土豆效应”根本没有出现。我们认为，中国今年出口没有出现“土豆效应”的原因，在于金融危机影响下国际贸易融资大幅下降所致。

图 1 中国出口下降已成定局（当月同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

## 二、国际贸易融资提高了我国中小企业的出口能力

贸易融资是指将融资与贸易紧密结合，为贸易行为的顺利开展提供所需资金的一系列融通服务的金融行为。在贸易融资中，贸易货物被用作对融资机构（银行和公司）的抵押品，这样信用不足的企业因此也可提高信贷价值，增加获得资金的信贷能力。

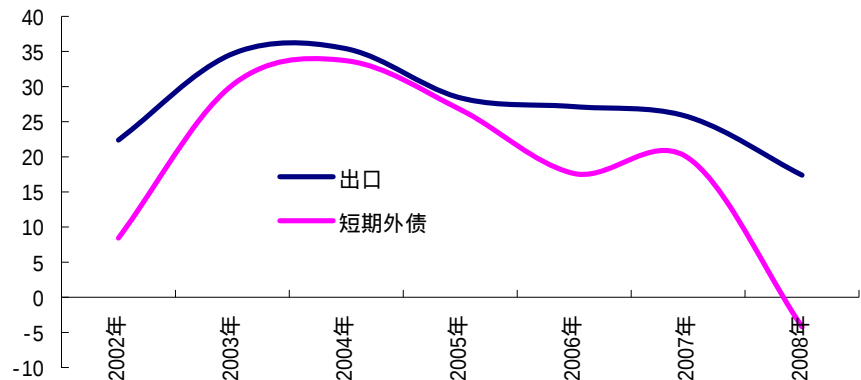
在我国的出口结构中，纺织、服装、鞋帽、玩具等劳动密集型产品占有很高比重，而这些劳动密集型产品的生产基本上是有中小企业组织生产。这些劳动密集型的中小企业的融资能力较差，传统的主体信用融资方式通常行不通，在经营活动中大多依靠贸易融资方式进行融资活动。

在贸易融资中，贸易货物被用作对融资机构（银行和公司）的抵押品，

这样信用不足的企业因此也可提高信贷价值,增加获得资金的信贷能力。国际贸易融资的来源主要包括具有官方性质的进出口信贷银行、商业银行、保险公司、金融服务公司,以及国际贸易企业本身的商业信用等。在贸易融资的融资形式中,融资租赁、信用证业务、保理业务、贸易信贷是比较常见和普遍采用的国际贸易融资形式。其中,融资租赁由于操作复杂和周期较长,通常应用于价值较大的单一交易融资项目;保理业务由于涉及风险在交易各方之间的转移和分担,通常应用于信用良好且现金流较为稳定和分散的项目;贸易信贷和信用证业务则一般对贸易活动没有特殊要求,因而有着最为广泛的应用范围。可见,国际贸易融资形式众多,各类企业都能找到适合自己的融资工具。

在我国众多的出口型中小企业中,如果没有国际贸易融资的金融支持,其出口经营活动是根本无法开展的。2007 年是我国出口高速增长的繁荣时期,当年我国的国际融资中,贸易融资额达 1331 亿美元,占我国当年短期外债的一半以上。由于短期外债变化,基本与国家贸易融资相关,我们可以用短期外债变化衡量国际贸易融资变动情况。显然短期外债变动和我国出口之间存在着高度的相关性。

图 2 中国出口和国际融资情况高度相关(同比, %)



数据来源: Wind、上海证券研究所

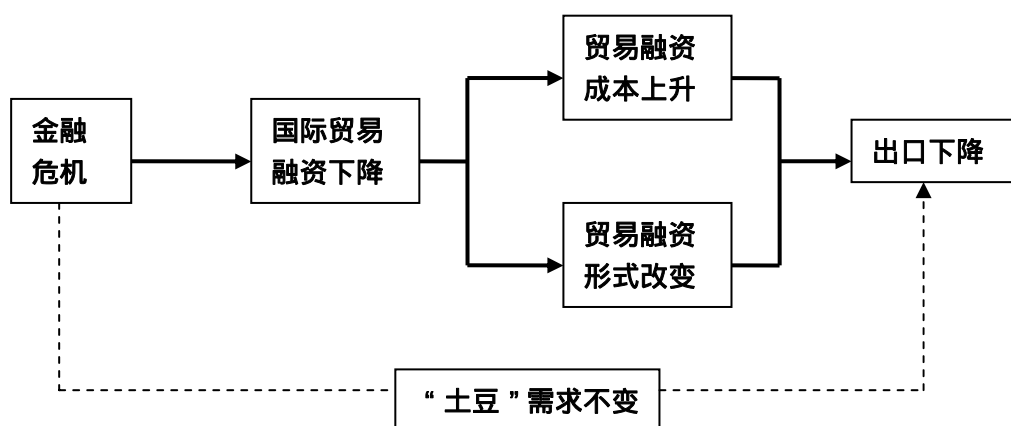
### 三、国际贸易融资状况影响我国出口复苏步伐

受金融危机的影响,2009 年全球贸易融资额大幅下降,我国也不例外。国际贸易融资的下降,极大地阻碍了我国出口复苏。当前国际贸易融资的来源和形式都发生了变化:在来自商业银行的国际贸易融资保持稳定增长的同时,来自私人保险公司的贸易融资量上升,来自出口信贷部门的贸易融资量下降;直接融资的贸易信贷兴起,间接融资形式中信用证使用的下降(见本人的以前研究:“国际贸易中跟单结算减少的原因和影响”,《对外经贸实务》,2007 年 4 月第 4 期,

PP40-42)。从国际融资发展的变化特征可以看出，当前国际贸易融资的发展，已突破以前主要由专业机构（如进出口银行）提供融资服务的单一性。正是大量非传统国际贸易融资提供商的进入，才促进了前几年国际贸易融资的大发展，从而支持了国际贸易的高速扩张。保险公司等新进入国际贸易融资领域的金融机构，同时也是金融衍生品市场的主要参与者，金融危机使这些机构深受冲击，从而不得不大幅度收缩在国际贸易融资领域的业务规模，进而导致了国际贸易融资市场的萎缩。缺少国际贸易融资支持，如没有金融机构的付款担保，即使存在外方需求，我国的许多中小企业一般不敢接单，或者接单周期缩短、数量下降。

国际贸易融资的下降，一方面导致国际贸易融资的利差扩大、融资成本上升，另一方面也使国际贸易融资更多的回归信用证等传统的国际贸易融资形式。对我国的广大中小型出口企业来说，出口附加值本来不高，融资成本上升压缩了本就不大的赢利空间；回归信用证等传统国际贸易融资模式，意味着获得国际贸易融资的门槛升高，按信用证操作规程许多中小企业根本无法获得贸易融资服务。

图 3 贸易融资影响我国出口途径

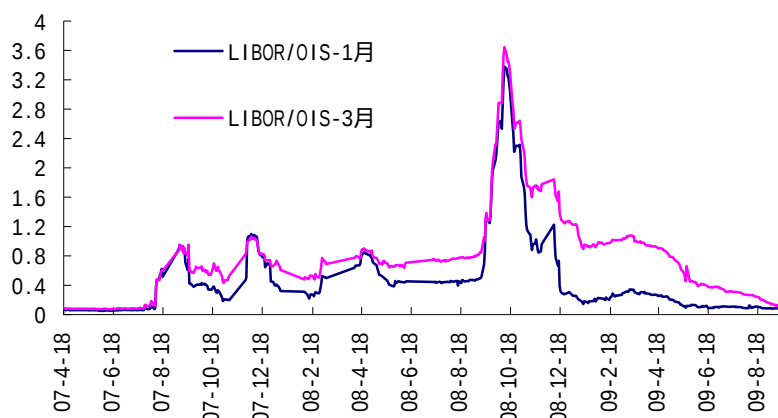


#### 四、2010 年我国出口将稳步复苏

为应对国际贸易融资下降对我国出口造成的影响，我国也采取了许多有针对性的措施：提高出口退税率，提高企业出口赢利能力；加快人民币双边互换发展步伐，扩大人民币双边结算范围。国际清算银行和世界银行的统计数据表明，2009 年中国国际贸易融资的利差从 2007-2008 年间的 70 点上升到了平均 200 点，而我国出口退税的空间极限值也就这个水平；人民币双边贸易结算范围和规模虽有所扩大，但其对应的出口规模仅占我国全部出口规模的 20%左右，我国与欧盟、美国、日本等主要贸易伙伴间的结算体系仍然依赖于现有国际

货币。国际金融形势变化导致的国际贸易融资下降，成了制约我国2009年外贸发展的重要因素，压制了我国出口“土豆效应”的出现。在各国一致的应对措施下，2009年2季度以来，国际金融市场逐步复苏，金融市场企稳意味着国际贸易融资领域的经营将逐步恢复正常，全球国际贸易融资将逐步回升，从而在金融领域制约出口的因素将逐渐消退，需求将重新成为影响国际贸易的主要因素。

图 4 美元 Libor/Ois 利差显示金融市场恢复



数据来源：CEIC，上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定 义               |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定 义                    |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。